

学校编码: 10384

学号: 32120111150594

分类号____密级____

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

外部环境的改变对融资约束的影响

——基于企业总部迁移的视角

The Influence of the Change of External Environment on
Financing Constraints

——The Perspective Based on Headquarters Migrations

肖翔

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 财务学

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

金融危机之后，我国面临的“中小企业融资难”的问题再次凸显，成为制约我国经济发展的问题之一。企业外部融资环境作为影响企业融资的重要因素之一，对其研究也被赋予了新的意义。

本文从我国各地区之间经济发展水平不同以及社会文化存在差异的现状入手，结合我国在 2001 年之后的新一轮总部迁移浪潮，并以迁移这一动态的视角对外部环境因素进行研究。选取 2004-2013 年之间进行总部迁移的 A 股上市公司作为样本，并根据迁移的方向以及地理跨度进行分组。首先以新的视角验证投资-现金流敏感性与公司融资约束之间的关系，而后分别研究了市场环境、社会文化环境的变化对公司融资约束的影响，最后分析外部环境的整体变化对公司融资约束的影响。

本文得到以下结论：（1）上行迁移带来的外部融资环境的改善降低了公司的投资-现金流敏感度；（2）地区的市场化进程影响企业的融资约束水平，从市场化程度低的地方迁移到市场化程度高的地方，公司的融资约束得到缓解，反之，加剧；（3）以地区之间信任水平为代表的社会文化环境同样影响企业面临的融资约束水平，企业从面临信任水平较低的地方迁移到面临信任水平较高的地方，融资约束得到缓解，反之，加剧；（4）企业迁移后，由于外部市场环境以及社会人文环境共同影响，导致迁移后短期内企业的融资约束没有明显改善，这和我国当前企业总部迁移的方向性有关。

本文的创新性之处在于采用了迁移这一动态的方式对影响融资约束的外部影响因素进行说明，并引入市场化进程指数和反映信任水平的相关指标来衡量外部环境，使文章能够更加全面地解释外部环境变化对融资约束的影响。

关键词： 融资约束； 投资-现金流敏感度； 总部迁移

Abstract

After the financial crisis, the problem of financing which was confronted by middle and small-sized enterprises was highlighted and restricted the development of our country's economy. Studying external financing condition which influenced the corporate finance, was also given a new meaning.

Taking the differences of economic development level and social culture in various regions into account, this paper consider the wave of Headquarters migration which happen after 2001 and use a dynamic perspective about migration this paper to study. We choose the A-shared listed companies which have their headquarters migrated from 2004 to 2013 and divided them into groups based on the direction of migration and geographic span. We firstly test the relationship between investment-cash flow sensitivity and a firm's financing constraints. Subsequently we explore the influence of the change of market environment and social cultural environment on financing constraints. At last the overall effects of external environment on financing constrain was verified.

In this paper we found that: (1) the improvement brought by upward migration decrease a firm's investment-cash flow sensitivity. (2) The process of marketalization would affect a company's financing constrains. Specifically, the degree of financing constrain is relieved after the headquarter migrating from a place with low degree of marketalization to the other one with higher degree of marketalization. Conversely, the degree of financing constrain is intensified. (3). Credibility between regions would impact a company's financing constrain. When a company moves headquarter from a place where it would face a high level of trust to the other where it would face a low level of trust, its external financing will be eased. On the contrary, its external financing will more likely be constrained if moving in the opposite direction. (4) Due to the mutual influence of external environment and social humanistic environment, the degree of financing constrain of a company is not improved significantly in

short-term after the migration. This result is partly due to the direction of the headquarters migration in our country.

The innovation of this paper are using a dynamic perspective—migration to explain the external factors which affect financing constraint and introducing marketalization index and trust indicator to measure the change of external environment which make our explanation more comprehensive.

Key words: Financing constrain; Investment-cash flow sensitivity; Headquarter migration

目录

第一章 引言	1
第一节 研究的背景和问题的提出	1
第二节 研究的内容和基本框架	3
第三节 研究的贡献和创新	4
第二章 文献综述	6
第一节 融资约束和现金流敏感性	6
第二节 融资约束和外部环境	9
第三节 文献评述	13
第三章 研究设计	16
第一节 研究对象的界定	16
第二节 假设提出	20
第三节 样本的选择	26
第四节 公司投资理论模型的构建	27
第五节 变量的解释	33
第四章 实证结果及分析	35
第一节 描述性样本统计	35
第二节 实证结果及分析	42
第三节 稳健性检验	45
第五章 研究结论和讨论	48
第一节 研究结论	48
第二节 政策建议	49
第三节 本文的局限性	49
参考文献	51
致谢	55

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research Background and Presentation of the issue	1
Section 2 Contents and Frameworks of the Research	3
Section 3 Contribution and Innovations of the Research.....	4
Chapter 2 Literature Review	6
Section 1 Financing Constraints and Cash Flow Sensitivity	6
Section 2 Financing Constraints and the External Environment.....	9
Section 3 Comment of Research Literature	13
Chapter 3 Research Design	16
Section 1 The Definition of the Study Object	16
Section 2 Build Hypothesis	20
Section 3 Data Selecting.....	26
Section 4 Research Models	27
Section 5 Explaining Variable	33
Chapter 4 The Empirical Results and Analysis	35
Section 1 Descriptive Statistics Results and Results	35
Section 2 Regression Results and Analysis	42
Section 3 Robustness test.....	45
Chapter 5 Conclusions and Discussions	48
Section 1 Conclusions	48
Section 2 Policy Suggestions.....	49
Section 3 Limitations	49
Reference	51
Acknowledge.....	55

第一章 引言

第一节 研究的背景和问题的提出

企业对项目进行投资的资金主要来源于内部融资以及外部融资，内部融资即企业的自我积累，主要来源于日常生产经营所留存的收益，外部融资主要是指企业吸收其他经济体的储蓄，并将这些资金转化为自己的投资的过程。

1958 年，Modigliani 和 Miller^[1]在《资金、成本和公司财务》中提出：在完全的市场中，公司的投资决策与资本结构无关，公司的内部资金与外部资金之间可以互相替代。但是在现实中，并不存在完全的市场，由于市场中信息不对称、委托代理等问题的存在，公司都会受到不同程度的外部融资约束。信息不对称理论认为在信息不对等的情况下，掌握信息的一方可能利用手中的信息进行谋利，所以企业必须为外部融资支付溢价，导致企业的成本上升，因此企业更倾向于通过内部融资满足投资需求。委托代理理论则从所有权和经营权的分离出发，指出由于经营者与所有者的利益不一致，导致投资者必须支付额外的费用对管理者进行监督和约束，这一代理成本的存在使得企业获取外部资金的成本高于内部融资成本。

在现实中，企业面临的融资约束影响着企业的投资决策，使得企业不得不放弃较好的投资机会，从而影响到企业的竞争力以及长远的发展。当企业处于不同融资环境之下，企业所采取的投资、融资以及具体的经营决策可能都会有所不同，企业通过适应当地的外部融资环境求得生存。Rajan 和 Zingales (1998)^[2]指出企业所面临的融资约束环境决定了企业的融资模式及其发展路径，宽松的外部融资环境有利于缓解企业面临的融资约束。

当前，“中小企业融资难”这一问题困扰着我国经济的发展，这一问题不仅来源于中小企业本身，更多反映了我国当前外部融资环境的扭曲所暴露出来的问题。我国学者对此进行了大量研究，主要以外部市场环境为研究对象，并提出以下观点：

一是我国当前的资本市场还不够成熟，企业融资大多依赖于银行的信贷体系进行，然而以国有四大银行为核心的银行体系则更多地受到政府政策的影响，此时是否拥有国资背景或者是否拥有政治关联则成为了取得外部资金的重要决定因素，然而在开放的市场中，资源往往是被分配给拥有更好的投资机会的企业。

二是我国当前存在着地域性差异的情况。研究发现良好的金融环境能够为企业提供更多的融资渠道；信息环境的建设则能更好地规范市场，降低信息不对称所带来的外部融资成本；在制度较好的地区，市场能够发挥更好地资源配置作用，制度较差的地区，则更可能是政府的职能在资源配置中起到主要作用。这里可以归结为区域之间市场化程度（樊纲和王小鲁，2011）^[3]不同所带来的差异性。

然而不仅仅是市场环境，社会文化环境同样对企业的融资约束有影响，我国的社会文化环境同样存在着较大的地域性差异，张维迎和柯荣住（2002）^[4]提出了交叉信任度指标，用以衡量我国各地区之间的相互信任水平。而后戴亦一，张俊生，曾亚敏，潘越（2009）^[5]使用了该指标对社会成本进行了度量，用以研究企业的负债融资状况，发现地区之间的信任水平能影响到企业的负债期限结构，从而影响到融资策略的选择。本文在研究过程中使用该指标来衡量社会文化环境的变化。

同时，前人对外部融资环境的研究主要基于对地区的差异性的比较，但是并没能很好地排除公司自身因素所带来的干扰，例如并购重组产生了主营业务变更等。本文针对该问题，对研究做出了改进，选择了在企业发展过程中发生了总部迁移的公司作为样本进行研究。在我国加入WTO之后，企业所面临的外部竞争压力的陡增，掀起了我国企业的总部迁移的浪潮，根据魏立春（2013）^[6]所做的相关统计，在2000-2010年期间共有161例的总部迁移。

所以中国当前各地区之间发展不平衡以及存在较明显社会文化差异给了我们对外部环境较好的研究机会，而迁移更是提供了一个更为清晰不同的视角。

所以结合以上的理论以及现象，本文提出以下问题：迁移之后，企业外部环境的改变如何影响企业面临的融资约束。

第二节 研究的内容和基本框架

本位主要利用进行过总部迁移的 A 股上市公司进行研究,以总部迁移的视角考察外部环境的变化对企业融资约束的影响,全文共分为五章,各章的具体内容为:

第一章为引言,主要介绍问题提出的背景以及本文的研究内容和研究框架,并对本文的贡献以及创新点进行简要阐述。

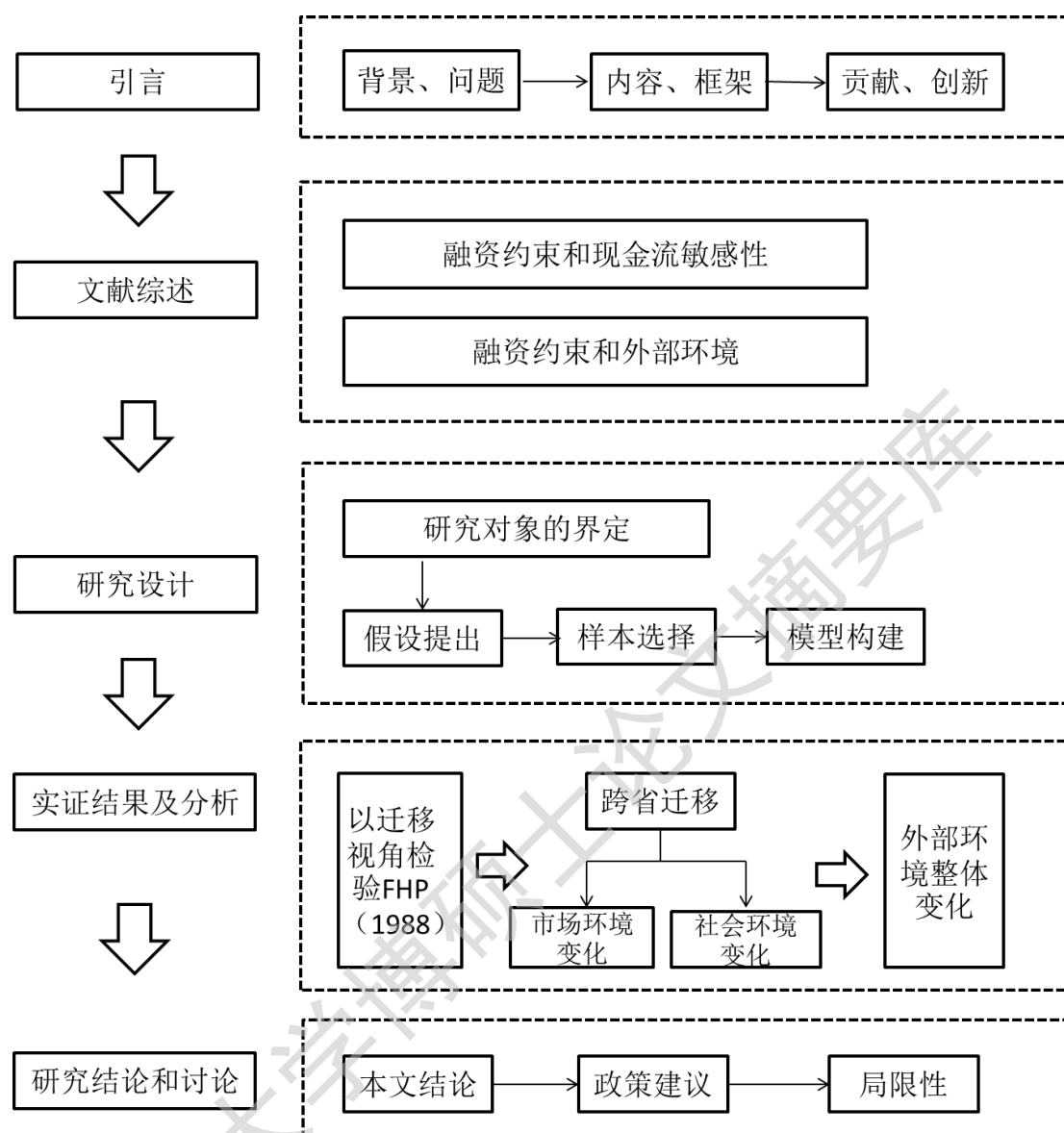
第二章为文献综述,梳理了融资约束理论发展过程中的经典理论,并回顾有关融资约束同外部环境之间关系的文献。主要分为融资约束与现金流敏感性、融资约束与外部环境两部分。

第三章为研究设计,首先界定了本文的研究对象,对我国总部迁移的大致情况进行说明,而后结合迁移的类型以及方向的划分,并依据迁移前后的企业所面对的外部环境的差异性提出相关假设,对样本选择、模型以及相关变量做出说明。

第四章为实证结果和分析。本文首先通过对进行省内迁移的公司进行分析,发现外部融资环境的改善降低了公司的投资-现金流敏感度,改善了企业面临的融资约束,验证了投资-现金流敏感度和公司融资约束之间关系,并说明了外部融资环境对企业的重要性。而后从市场环境以及社会文化环境两个因素分别对跨省迁移样本进行分析,通过对投资-现金流敏感度的观察,本文发现一个地区的市场化进程以及地区之间的信任度水平都会显著影响企业面临的融资约束。最后针对全样本进行分析,考察伴随着迁移而发生的市场环境以及社会环境等多重环境改变对融资约束的综合影响,发现在迁移之后的短期内,企业的融资约束没有得到改善。

第五章为结论和讨论,对本文结论进行总结并进行相关分析讨论,并分别从公司角度以及政府角度提出了相关政策建议。最后,指出了本文所存在的局限性。

本文框架图如下:



第三节 研究的贡献和创新

本文利用我国上市公司的财务数据，利用企业迁移带来的市场环境和社会文化环境变化，考察了企业的外部市场环境以及社会文化环境同企业融资约束的关系。使用投资-现金流敏感度模型和我国各地区的市场化进程指标以及区域间信任水平的指标，检验了公司迁移前后由于区域之间市场环境以及企业面临的社会文化环境的改变对企业融资约束的影响。在研究的过程中本文得出了较有意义的研究成果，在研究方法以及研究视角上有一定的创新，并对融资约束的研究领域

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库